



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **事件：**10 月 20 日，国家统计局发布数据显示：前三季度，我国 GDP 为 1015036 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。三季度，我国 GDP 为 354500 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%。从环比看，经季节因素调整后，三季度 GDP 环比增长 1.1%，比二季度回升 0.1 个百分点。

➤ **三季度 GDP 同比 4.8% 的发布恰逢四中全会的召开，这对于全会讨论经济以及“十五五”规划有着怎样的信号？**今年前三季度的经济放缓好于去年同期，但结构的分化的问题，尤其是在出口延续韧性的背景下，似乎有所加剧。因此，中国经济的新旧动能转换之辩，将成为观察全会通稿以及“十五五”规划建议稿的重要线索。

➤ **从三季度经济数据来看，新旧动能的此起彼伏如何影响政策评估？是周期性的逆风再度主导，还是结构性的挑战有望破题？**我们认为有如下线索需要关注：

➤ **一是，当前经济正呈现“新旧动能加速转换”的鲜明图景。**前三季度，传统增长引擎如房地产、基建等表现相对乏力，而以高技术产业和制造业投资为代表的新动能则保持领先增速。经济内生动力的加速重构，奠定了全会将把未来产业发展摆在更加突出位置的战略基础。

➤ **二是，居民收入增速放缓至与经济增速持平，为 2023 年二季度以来首次。**这一变化提高了加快内需与消费复苏的必要性，需要政策由短及长加以对冲：短期内需加强逆周期调节以稳定预期，中长期则应在“十五五”规划中系统谋划收入分配改革与消费激励。

➤ **三是，在当前“以旧换新”与“反内卷”政策效应边际趋弱的背景下，内需回稳与价格回升仍需持续的政策支持作为保障。**前期表现亮眼的“以旧换新”相关品类社零增速已呈连续放缓态势，近期“反内卷”政策力度也有边际降温。四季度经济正是考验政策延续性的关键阶段。

➤ **四是，周期性挑战仍需应对，“稳预期”重要性不改。**近期财政部向地方下达 5000 亿元结存限额，旨在补充地方财力、以及支持经济大省项目建设，凸显政策层面正着力推动新旧动能平稳衔接。这一举措也预示全会很有可能对年内经济形势进行再评估，政策边际宽松的信号值得期待。

➤ **工业：生产加速并非完全是季节性的功劳，“反内卷”阶段性降温也是另一缘由。**9 月工业增加值同比增速上升至 6.5%（8 月为 5.2%），环比增速上升至 0.64%（8 月为 0.37%），均呈现出 9 月工业生产的加速态势。通常 9 月工业生产会随着极端天气的消退、节前“抢工补产”等效应而季节性加快。

同时，今年工业增加值环比增速胜过历史平均季节性表现，表明“反内卷”政策的降温是促使工业生产加速的另一原因。三季度工业产能利用率从 74.0% 升至 74.6%、录得今年以来最高值，正是前期“反内卷”工作带来的成效。然而，根据我们此前报告《8 月工业企业利润：缘何强势反弹？》提出的“反内卷”动态四象限来看，相较于上个月，9 月更多行业回归到第二象限（代表“内卷”较为严重的状态），说明“反内卷”的一以贯之需要更大力度的思想凝聚，这也可能构

相关研究

1. 四中全会前瞻：四中全会的新期待-2025/10/19
2. 海外市场点评：德国财政接棒，成色如何？-2025/10/18
3. 美国政策跟踪：特朗普的“生财之道”-2025/10/15
4. 2025 年 9 月贸易点评：9 月进出口：加速回升的成色？-2025/10/13
5. 海外市场点评：外部变数下的市场悬念-2025/10/12

成全会的一大看点。

➤ **制造业：企业投资动能依旧偏弱。**自4月美国加征关税以来，制造业投资同比增速便处于下行通道，9月降幅从8月的-1.3%进一步扩大至-1.9%。当前制造业民间投资活跃度虽呈现出小幅边际回暖态势，但整体依旧偏弱，反映出影响制造业投资增速的核心因素在于预期修复与信心恢复力度受限，无论是内部的有效需求不足、还是外部的贸易风波，短期内都会对企业投资动能形成压制。

聚焦于不同行业来看，相较于8月，9月少部分行业对制造业投资增速的拉动在边际变大。譬如上游的有色冶炼、化学制品，中游的专用设备、电子设备，下游的医药、汽车制造等。

➤ **基建：“回温”信号？**狭义基建同比增速从8月的-5.9%收窄至9月的-4.6%，呈现出边际回暖的信号，不过广义基建降幅仍在扩大。从基建细项数据表现来看，9月交通仓储板块的改善幅度相对明显，而公用事业板块表现逊色，这也解释了9月狭义与广义基建分化的原因。

基建或将是四季度经济的基石，同时发挥着协助新旧动能平稳转换的重要作用。放眼整个投资端，由于基建投资与私营企业紧密度相对更低、修复空间相对更大，因此其下行压力相对可控。无论是政策性金融工具的支持；还是近期中央财政安排结存限额下达地方的部分资金中，有一部分用于支持经济大省项目建设，都说明了“稳基建”逻辑依旧。从近期高频数据表现来看，无论是9月以来开始显著抬升的沥青开工率，还是开始迈入补库周期的沥青库存，都在表明基建项目开工情况正呈现出边际好转。

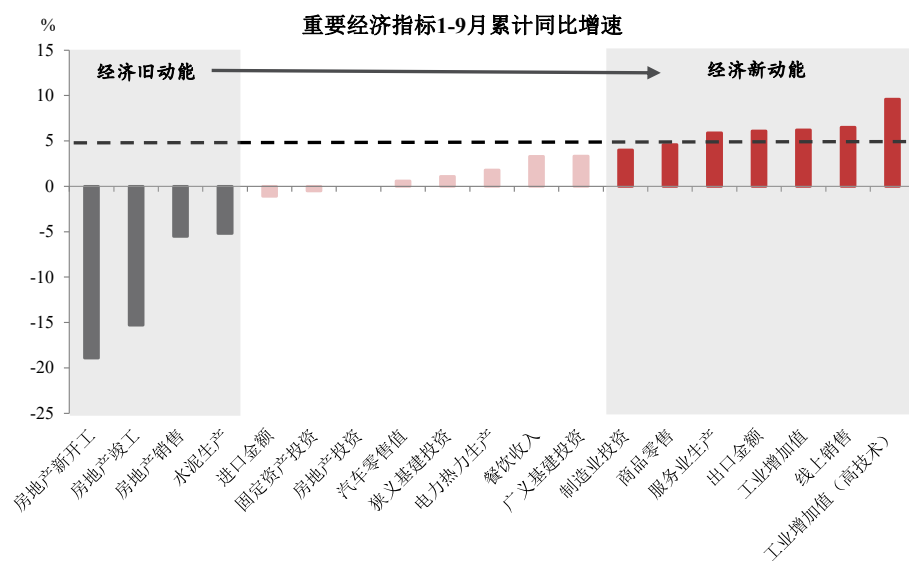
➤ **消费：家电等补贴品类叠加餐饮增速下滑，进一步拖累消费增长。**9月社零增速下行至3%，其中下半年“国补”资金力度的整体下降以及部分耐用品消费需求的前置是主要拖累。结构上，“加力扩围”产品增速延续回落，尤其是家电和音像器材形成明显拖累，但通讯设备和汽车则边际回暖。此外，9月餐饮收入增速在延续2个月的反弹后再度回落至0.9%，可能源于暑期线下消费的部分透支影响。

“以旧换新”资金接近尾声，增量消费政策接力的必要性上升。随着最后一批“国补”资金于10月下达，“以旧换新”进入冲刺阶段，各地方“以旧换新”有望得到新一轮支持，对相关耐用品消费提供支撑。但鉴于“两新”整体资金充裕度已经明显下降，对内需的提振有限，因此后续增量消费政策或加快落地，包括减少消费限制、培育服务消费新增长点等领域具体行动，同时关注四中全会后对收入和消费政策的改革和部署。

➤ **地产：地产市场延续走弱，基数影响下四季度压力上升。**1-9月房地产投资累计增速延续回落至-13.9%，需求端依然构成较大拖累。尽管9月地产销售小幅改善，但前期政策支持下需求存在部分透支，去年10月后由于政策的大规模出台购房需求集中释放，导致基数明显抬升，这给年内剩余时间的房地产市场造成较大压力。因此四季度稳楼市政策力度需进一步增强，巩固房地产市场止跌回稳的动能。

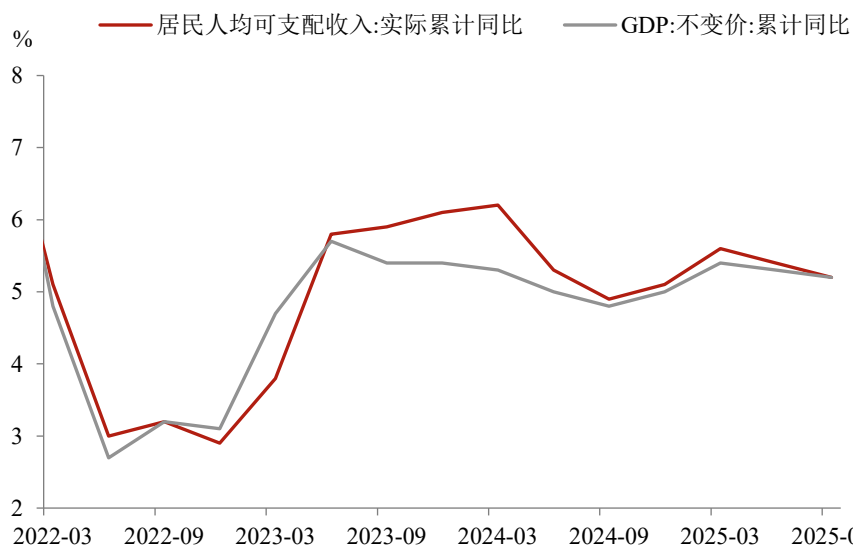
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：当前中国经济的新旧动能转换仍具成色



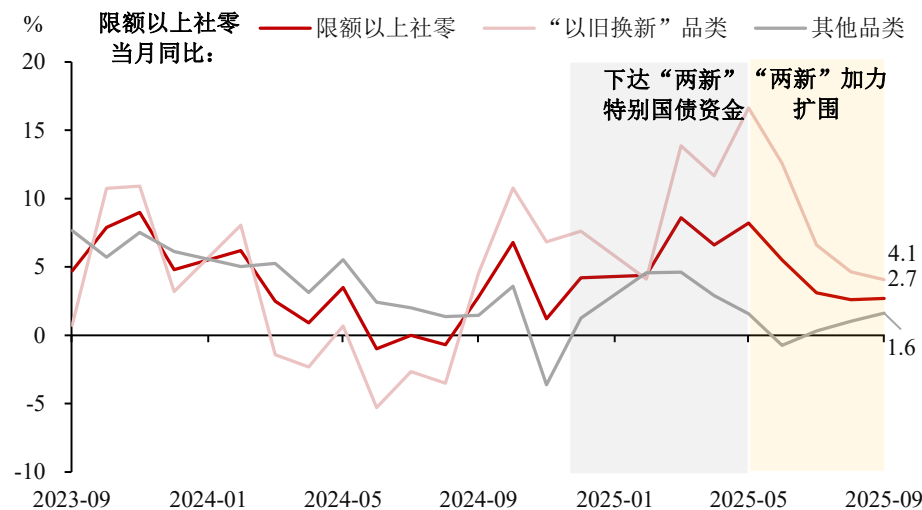
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：三季度人均可支配收入增速与经济增速持平



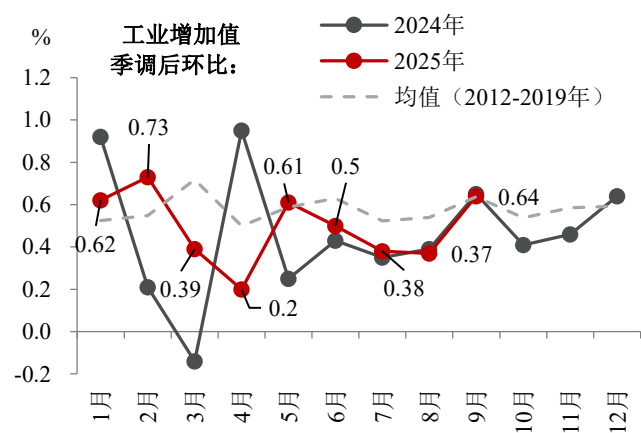
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：“以旧换新”品类和其他品类社零走势分化



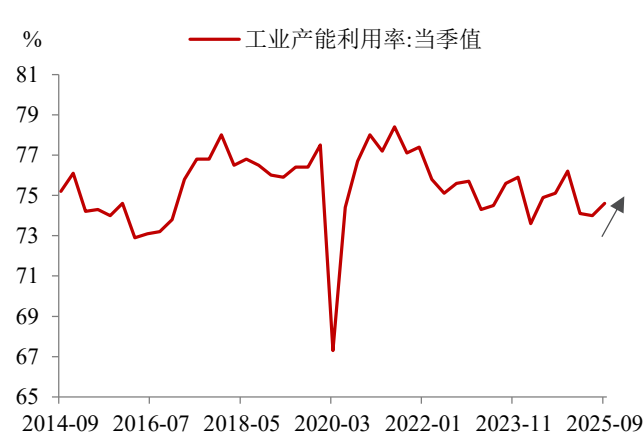
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：9月工业生产季节性回升



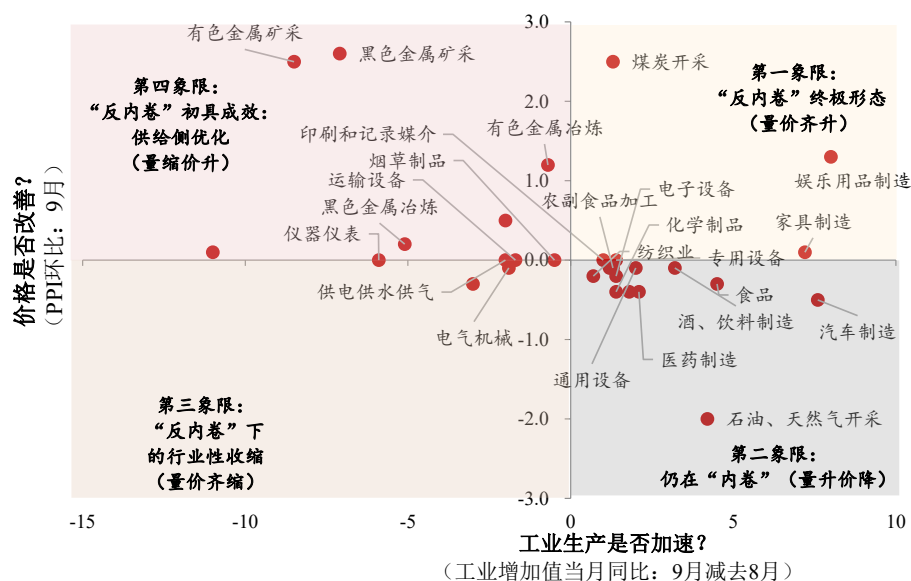
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：三季度工业产能利用率出现回升



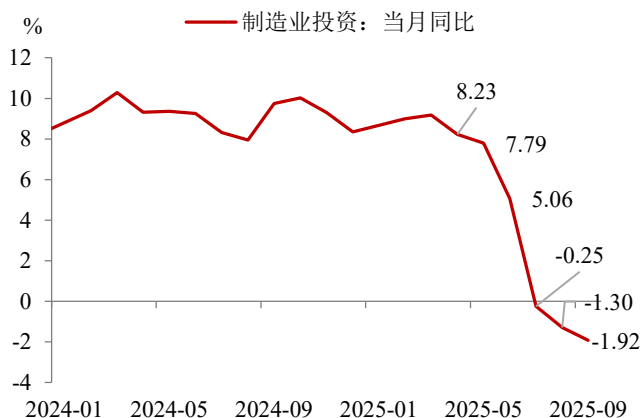
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：相较于8月，9月更多行业回归到第二象限



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：9月制造业投资增速降幅扩大



资料来源：Wind，民生证券研究院

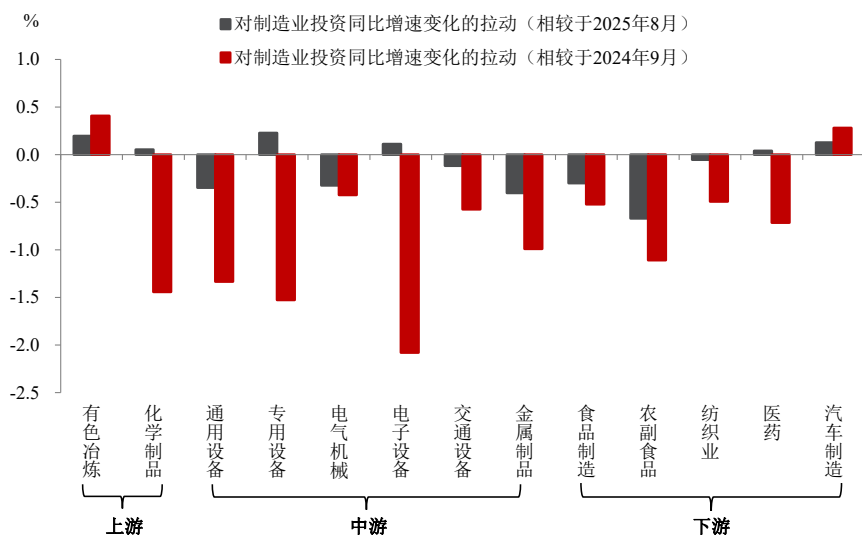
图8：当前制造业民间投资活跃度整体依旧偏弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

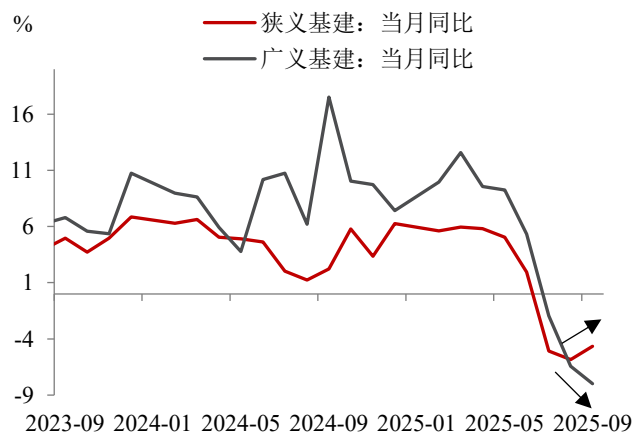
注：9月制造业民间投资数据暂未公布。

图9：相较于8月，9月少部分行业对制造业投资增速的拉动变大



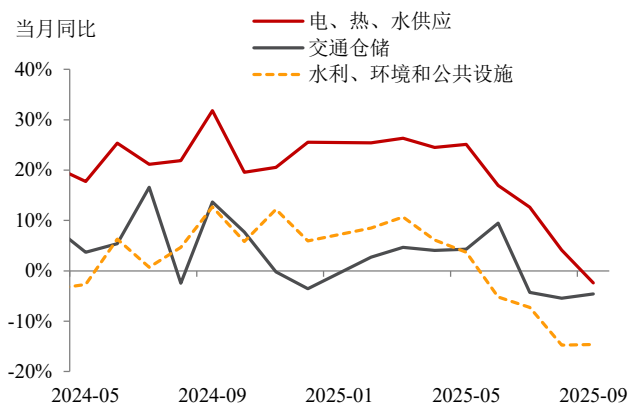
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：9月狭义基建同比增速降幅收窄，广义基建相反



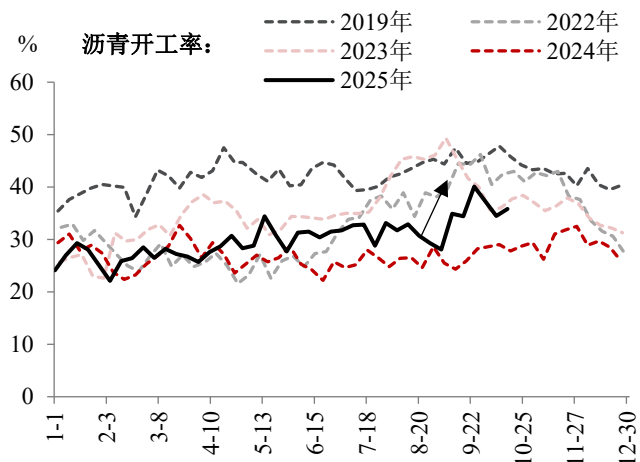
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：9月交通仓储投资增速改善幅度相对较好



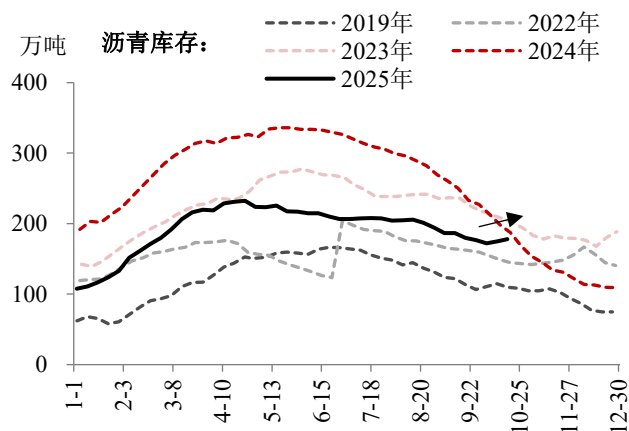
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：9月以来沥青开工率出现明显抬升



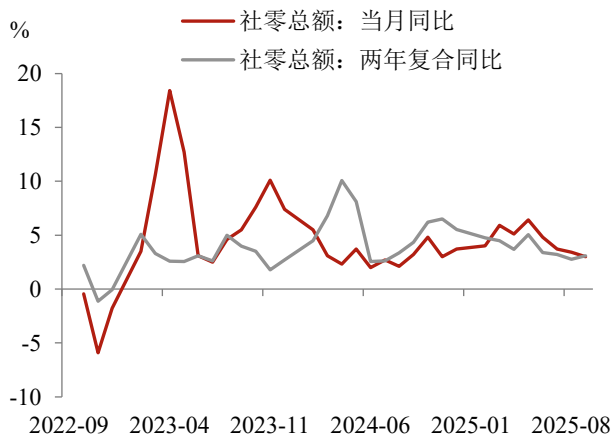
资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：沥青开始呈现出补库态势



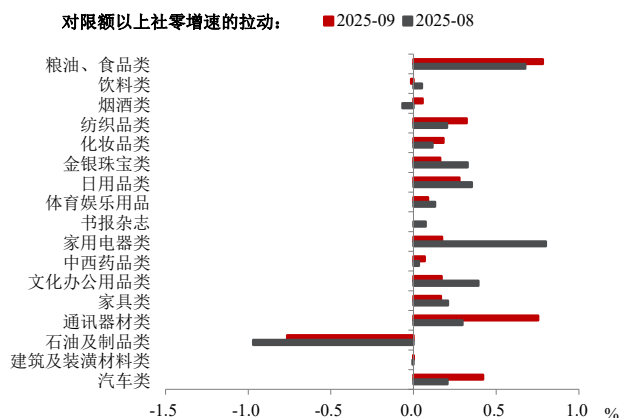
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：9月社零增速延续走弱



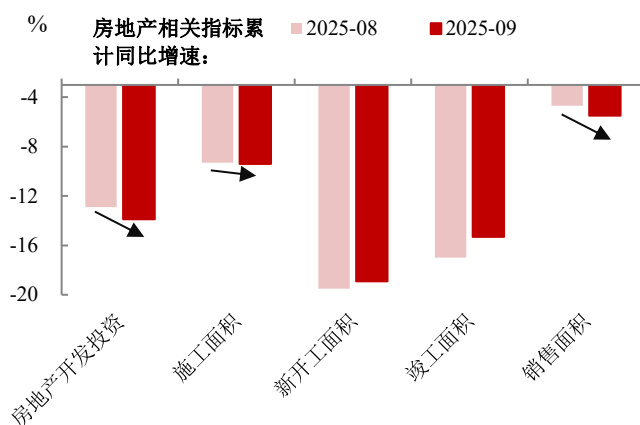
资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：家电和音响器材构成较大拖累



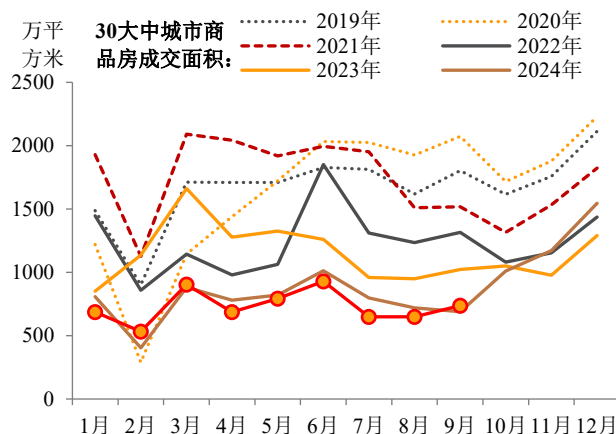
资料来源：iFind，民生证券研究院

图16：房地产投资增速持续走弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：四季度地产销售面临较大基数压力



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048